

# 库存“摸顶”缘何按不下油价

□本报记者 官平

很难想象，美国原油期货价格在库存几乎“摸顶”的情况下，还能强势“破百”。有消息称，鉴于国内石油产量不断增加，美国政府正重新审视长期执行的原油出口禁令。

美国生产的原油只有很小一部分用于出口，美国政府在20世纪70年代就施行了原油出口禁令。在4月底，美国能源资料协会(EIA)公布的数据显示，原油商业库存创1982年以来的记录最高水平，但在需求疲软、美元走强的压制下，交投最活跃的NYMEX 6月原油期货合约5月以来却累计上涨2.35%，截至昨日记者发稿时，报每桶102.07美元。

## 美油价持续纠结震荡

原油是大宗商品的领头羊之一，其供需情况也能从侧面反映出经济状况。从去年10月以来，美国纽约商品交易所的原油期货价格就围绕每桶100美元附近震荡，持续时间之久令市场摸不着头脑。

一般认为，影响原油期货价格的因素有供给、需求、库存、OPEC的政策变化以及地缘政治和突发事件。就美国当地而言，4月底美原油库存上涨的主要原因是页岩油技术，使得美国本地原油产量持续上行，到4月底当周达到一年高点，其中墨西哥湾的原油库存上行最大。

资料显示，墨西哥湾浅大陆棚区蕴藏大量的石油和天然气，随着钻探技术进步和发展，墨西哥湾深水油田的产量迅速增长，深水油田产量已占美国墨西哥湾石油产量的三分之二。

宝城期货金融研究所所长助理程小勇表示，在美国经济复苏的背景下，美国原油商业库存接近历史最高水平，这说明美国本身的原油产出增幅快于需求的增幅，特别是过去5年中美国北达科达州的页岩油田产量翻了5倍多，2月份产量达到95.1万桶每天，而德克萨斯州的页岩油田产量翻了一倍多，相当于每天290万桶。

日前，美国石油学会发布的数据显示，美国原油库存和馏分油库存增加而汽油库存减少。截至5月9日当周，美国原油库存增长91.2万桶；汽油库存下降200



纽约原油

新华社图片 合成/苏振

万桶；馏分油库存增长83.3万桶；原油进口量日均764万桶，下降10.9万桶；装置运转率89.1%，比前一周下降2.2%。

## 库欣地区库存下降

备受市场关注的库欣地区原油库存减少59万桶。美国能源信息署数据显示，4月底美国中西部地区到海湾地区新建管道运行将俄克拉荷马州库欣地区原油库存降低到了2500万桶，为2009年10月份以来最低水平。1月份，一条从库欣向美湾地区输油的管道开始输油，缓解了供应过剩状况。

这也被认为是支撑油价的重要因素之一。截止到5月2日当周，美国库存地区原油库存已经降至2008年以来最低，不及有效库容的一半。国泰君安期货分析师董丹丹表示，随着美国库欣到海湾地区油管运输改善，库欣地区原油库存急剧下降，纽约商品交易所原油交割地库存压力减轻，且运输成本下降，美国基准原油期货与布伦特原油期货差价缩窄。

除了库存外，当前需要密切关注的

是美国原油出口政策可能的变化。美国能源部长Ernest Moniz周二在韩国首尔表示，美国正考虑放宽原油出口禁令，因美国国内原油产量持续增长，且部分美国生产的原油品质上并不适合在本土进行精炼。董丹丹认为，按此发展，未来不排除WTI价格较布伦特原油升水的情况发生。

董丹丹表示，美国考虑放开原油出口禁令，给WTI以支撑，这其实是美国页岩革命以来导致WTI较Brent贴水的根本性原因；如果言论变成实际行动，贴水将不复存在。

## 基本面不支持趋势上涨

无论如何，乌克兰事件的不确定性也在影响原油市场，油价现在处于高位震荡态势，但基本面似乎不是支持原油价格的重要因素。

格林大华期货分析师原欣亮认为，今年此起彼伏的地缘政治因素持续对原油市场产生了影响，一是乌克兰公投后对欧洲局面的影响，二是伊核与六方国家谈判

# 原油料延续弱势震荡格局

将在10万桶/天水平；俄罗斯产量将整体持平，难见明显增长。全球预期产量增长将在150万桶/天水平。

需求方面，基于IMF对今年全球经济增长2.87%的预期，预计原油需求增长将达150万桶/天，高于去年的120万桶水平并触及3年以来最高水平，其中中国需求增长明显放缓，预期将回落至30万桶/天；美国需求将回升并达到35万桶/天，超过中国，成为原油主要需求增长点；欧洲原油需求也将回升，并达到15万桶/天。全球原油供需对比由去年第4季度的短缺30万桶逆转转为今年第1季度的过剩80万桶，供过于求将压制原油期价走弱。

其次，地缘政治局势方面，利比亚原油出口不会受到重大影响；乌克兰虽然地缘局势紧张，但不是原油重要生产国和出口国，虽然欧美对俄进行制裁，但尚未实际涉及俄罗斯对欧洲的能源输出，因此对西欧原油供应也缺乏实质影响；本周伊核与六方国家将重启谈判，这将决定各方能否在日内瓦过渡协议到期前达成最终的协议。如果伊朗能做出足够的让步，国际社会将解除对伊朗10多年来的石油和金融制裁，由此将国际原油构成利空预期。因此，地缘政治局势对原油供应的利多效应逐渐减弱。

季节性方面，目前时值冬季燃料油

消费旺季和夏季旅游旺季之间的淡季，原油消费需求将季节性缩减，由此对原油构成偏空影响。

再次，美国能源资料协会 EIA 4月30日公布的数据显示，截至5月2日当周，美国原油库存虽然减少178.1万桶至3.97576亿桶。但据美国能源资料协会(EIA)1982年以来发布的每周数据显示，原油库存目前位于1931年以来最高水平。由于美国原油产量高企，且炼厂进行季节性维修导致需求下降，原油库存不断上升。鉴于美国国内石油产量不断增加，美国政府正重新审视长期执行的原油出口禁令。

所以，要想保住自己的财富，就必须学会两条腿走路，其中一条腿是回报，而另一条腿是风险。如果管理财富的人不学会使用衍生品，那就等于少了一条腿，因为你没有方法处理世界上每天都在出现的不确定性。如果你持有像社保基金手里持有的那么多的股票，你能够光靠买进卖出来管理财富吗？就算你对股市在一段时期内的走向有一定的了解，你怎么来锁定回报，或者是管理风险？这就像你买了一幢房子，你知道房产的火灾率是0.25%，你是把房子卖掉以防损失呢，还是花一点钱买个保险？如果买保险，那你就是在使用杠杆力，在零和游戏的基础上交易衍生品。衍生品交易的保险金并不增加你的房产价值，但是却为你管理了火灾的风险。

## 供需失衡加剧 甲醇弱势下跌

□宝城期货 陈栋

自“五一”小长假后，前期甲醇企业检修的生产装置重启恢复开工，供应压力日趋强烈，而下游需求乏力，难以消化与日俱增的新产能。随着终端消费步入季节性淡季以后，甲醇供需失衡格局显得越发严重，直接导致节前甲醇期货展开的小反弹走势并未在上周得到延续，反而单边下行，主力1409合约似有跌破前低之嫌，期价徘徊于2650元/吨一线下方。

## 企业装置重启

在艰难消化掉一季度国内甲醇市场释放的145万吨新增产能之后，二季度还将面临更多的新建装置投产威胁。据笔者统计，5月国内由新增产能带来的供应压力不容小觑，预估涉及产能将达到350万吨左右。其中青海地区鲁桂80万吨天然气装置已经进入试车阶段，预计5月中旬将有精甲醇产出，而兖州煤业鄂尔多斯能化荣信化工90万吨甲醇装置也将于6月投料开工。与此同时，山西、陕西和甘肃地区都将在5月普遍迎来规模在50万吨以下的小型甲醇装置投放潮，给现货市场造成的供应压力迅速增大。

除了新增产能大规模释放以外，前期部分甲醇企业处于检修状态的生产装置也将在二季度集中恢复开工。据笔者从生产企业处了解到，鹤壁、国宏、定州天鹭和明水大化等多套甲醇生产装置已于节前陆续重启，而节后华电榆天化二期90万吨装置也有望结束检修转入生产。此外，山东、河北区域甲醇装置多

## 金价短线存在做空机会

□海通期货 王茜

金价前期的较强走势令许多投资者费解，美国经济好转金价却维持在1300美元上方，甚至一度冲上1330美元。分析前期金价上涨的原因，笔者认为主要还是受到地缘政治危机所引发的避险投资情绪的推动。无论从宏观环境还是自身基本面来看，金价都缺乏持续上涨的动力。所以在上周乌克兰局势有所缓和之后，金价再次显现疲态。

经济数据显现美国经济已摆脱天气因素的干扰走上正常复苏的轨道，此前令投资者担忧的美国就业市场有较大好转，4月非农就业人数增加大幅高于预期，且前值上修，金价中钱承压是必然趋势。但与此同时美债收益率与美元却并未随着美国经济的好转而上扬，反而双双齐跌。从短期因素考虑，依然是市场避险情绪在作祟，防范风险促使美债价格坚挺，同时拖累美元走低。我们从描绘市场投资情绪的VIX指数也可以看出，VIX与国债收益率运行趋势相反，近期出现了上升。

此外，美国通胀相对温和使得市场相信美联储不会在近期采取紧缩政策，上周耶伦的发言再次加强了这种预期。耶伦在上周国会作证时继续保持温和的政策立场。她表示，美国就业市场仍存在“相当规模”的闲置劳动力，且通胀处于低位，这为高度宽松的货币政策提供了依据。在这种大环境下，美债收益率仍然维持在低位。基于美债收益率与金价的高度相关性，短期内美债收益率承压也就意味着金价相对的坚挺，但笔者认为，一旦美债收益率突破3%的关口，对

数检修完毕，计划于5月集中恢复开车。随着国内甲醇装置重启增多，各地开工率均有不同程度的提升。

## 需求端迎来淡季

甲醇重要的传统需求领域——甲醛在每年5—6月份都会转入季节性淡季，企业采购积极性一般会呈现明显的回落趋势。这一方面因为南方降雨量增多导致板材市场需求逐渐趋弱，甲醛用量因此受到明显冲击，所需甲醇采购量也会随之下降；另一方面，由于节前多数国内甲醛企业已经备足原料库存，刚需力量被提前消化，短期内难以凸显优势，也会造成一定时期内的甲醇采购陷入真空期。据笔者从甲醛企业处了解到，受下游板材等工厂接货意愿转淡影响，多数企业采取降低装置开工率的举措。截至上周，甲醛企业的开工率已回落5—6成。

除了传统需求领域日显乏力外，新兴消费市场也面临装置检修风险。据显示，二季度国内各地烯烃装置将计划展开检修，其中神华宁煤PP装置检修时间推迟至4月底，计划为期一个月左右；河南中原石化20万吨MTO装置计划于4月停车检修一个月，目前仍未恢复开工。

供需失衡格局趋于加剧将会成为甲醇在二季度的主要特征，与之伴随的价格也会呈现显著回落态势。根据近三年历史数据统计分析发现，1计划为期一个月左右；河南中原石化20万吨MTO装置计划于4月停车检修一个月，目前仍未恢复开工。

建议以空头思路对待。

金价将形成极大地打压，这一情形在上年末金价走入去年最低点1180美元时得到了验证。欧洲方面，欧元区通胀持续走低问题依然存在，4月欧元区通胀同比增长0.7%，远低于欧洲央行2%的中期通胀目标。市场对于欧央行进一步货币宽松的预期正在逐步加强。从目前来看，欧元相对于美元中期有进一步下跌的风险，对于黄金也有一定程度的利空作用。

从基本面来看，中国目前实物需求并不十分旺盛，上海黄金交易所的成交量下滑，月平均水平下降至2013年11月开始以来的最低水平，4月24日单日成交量是几年来最低的。印度方面，对于金进口的限制短期内依然不会取消，目前实物需求方面并未给金价提供强劲支撑。但是投资需求表现相对良好，截止到5月6日CFTC黄金净多头持仓连续三周增加，由85227份增加至97956份，显示机构投资者对于黄金市场短期内并未十分看空。

综上分析，金价在短期内呈现箱体震荡，震荡区间在1265美元至1315美元之间，但走势依然偏弱。虽然金价短期坚挺，但美国经济的复苏依然是金价上涨的拦路虎，长远来看依然维持金价偏空格局未变。建议投资者采取短线操作，在金价到达区间上延时进入做空。但与此同时，需注意防范风险，本周宏观消息面上会公布欧洲重要国家一季度GDP以及美国4月CPI和5月密歇根大学消费者信心指数，此外投资者仍需密切关注乌克兰局势的发展，局势恶化或使得金价出现突破区间的向上波动。

东证期货大宗商品期货价格系列指数一览 <small>（2014年5月13日）</small>			
	收盘	较前一日涨跌	较前一日涨跌幅
综合指数	1207.88	4.84	0.40%
金属分类指数	805.83	0.82	0.10%
农产品分类指数	902.59	5.26	0.59%
化工分类指数	520.55	2.51	0.48%
有色金属分类指数	824.52	2.82	0.34%
油脂分类指数	1115.00	11.45	1.04%
豆类分类指数	1328.28	9.22	0.70%
饲料分类指数	1490.88	-1.77	-0.12%
软商品分类指数	1223.20	4.94	0.41%

注：东证期货大宗商品期货价格综合指数，是涵盖国内三大商品期货交易所上交易的所有活跃品种的交易型指数，指数以各品种主力合约为跟踪标，采用全年固定权重法，基期为2006年1月4日，基点1000点。东证期货大宗商品期货价格分类指数，以不同的商品板块进行分类统计，编制方式与综合指数一致，但基期各不相同。

周二国内大宗商品期货市场各品种延续前一日强势反弹势头。除饲料分类指数都呈现出上涨之势，其中，油脂分类指数反弹逾1%。截止到收盘，周二上涨前三的品种有豆粕、棕榈油和豆油，涨幅分别为1.51%、1.14%和1%；周二下跌前三的品种有螺纹钢、豆粕和沪银，跌幅分别为0.88%、0.17%和0.15%。综合影响下，东证商品期货综合指数较周一上涨0.4%，收报于1207.88点。

□兴证期货 施海

由于利多因素较弱，而利空因素较重，原油期价在100美元上方遇阻并返身回落，预计短线反弹过后，还将寻求偏低价位支撑作用。

首先，中长期原油供需维持平衡态势。供应方面，今年全球原油产量增长有限，预计美国原油产量增长为50万桶/天；欧佩克产量整体将持平，伊朗、伊拉克、利比亚和苏丹难以大幅回升，整体产量增长不会超过30万桶/天水平；北海产量有望回升，幅度为20万桶/天；亚太地区原油产量难见增长，将略有回落，预计

□芝加哥期权交易所(CBOE) 董事总经理 郑学勤

上世纪70年代，期货、期权真正在美国发展起来并成为主要金融产品，而美国上世纪70年代的情况与我们现在有很多相似之处，从中美对比中，我们能清晰地看到金融衍生品在当前中国的发展逻辑。

衍生品是合约，本身具有杠杆力，正因为有了这样的杠杆力，我们才能把资产同对资产的风险管理剥离开来。如此一来，你不必通过买卖资产这种昂贵的运作来管理资产的风险，你并不是用资产100%的价值来指挥资产，你只是通过“四两拨千斤”的方法，用一部分价值来指挥它。学会使用这种杠杆力，是人类文明的一大进步。期货、期权合约能够给你一个杠杆，将你从资产中剥离出来，你所需要处理的是做好风控。

## 我们为什么需要衍生品

可以说，金融衍生品的出现满足了社会的两项需要：

第一，美国经济经过将近30年的高速发展，社会财富大量积累起来，人们面临着如何管理财富，保持既有财富在未来的购买力问题。

第二，因为美元同黄金的脱钩，汇率和利率都开始浮动，金融界出现了前所未有的不确定性，人们需要有效的工具来管理这种不确定性。

正是以上两点需要让金融衍生品应运而生，且这两点需要同目前国内的情况都很相似，今天中国的经济和金融都需要

有期货、期权和掉期这些有国际成熟经验的衍生品来管理资产、管理风险。

## 美国经验带来了什么启示

中国有后发优势，通过观察其他市场的发展进程，可以知往鉴今。

首先，美国经过四十多年的长跑得到这样一个观点，零和游戏指的是衍生品交易不是用来赚钱，而是用来交易风险。人们说衍生品交易是零和交易，看的是市场的总体盈利方面、回报方面的零和，这其实恰恰是衍生品市场比其他市场高明的地方。衍生品市场的经济功能本来就不是谋取盈利，而是管理风险，衍生品交易的是风险而不是回报。虽然在衍生品市场中，有人会得到回报，但这种回报同现货市场中的回报不同，它是因为承担风险而得到的回报。

其次，没有风险的概念就没有现代金融的概念，目前中国金融面临的问题之一，就是如何将风险的观念结合到金融运作里。

以借贷利率来说，今天的高利率在很大程度上同历史上的高利贷相似，而不是同现代金融中的利率概念相似。在现代金融里，利率应当同贷款风险相关，而不是同你是否有钱相关。风险高的违约的可能性也高，因此利率也高。但在国内，因为银行存款利息是政府担保的，地方政府贷款也是政府担保的，所以上述风险的概念、利率的概念就不存在，而利率的高低就同谁占有储蓄来源相关。假想一下，如果政府明天决定不再对存款利率和地方政府的借贷担保，国内的利

率市场会是一个什么局面。面临这样的不确定性，你怎么管理你的资产？这正是美国的衍生品市场想要解决的问题，这也是中国的金融市场应当考虑的问题。在美国，如果没有期货和期权等金融衍生品市场，股市就不会是今天的股市，债市也不会是今天的债市。

再次，市场对金融衍生品的接受，需要有一个风险洗礼的过程。

国内有人对推出衍生品存在一定的抗拒心理，这很正常。即使在今天的美国，只要市场下跌，还是会有人拿衍生品作替罪羊。今天的中国正处在一个转折点上，许多人一方面希望享受到市场经济的好处，另一方面又希望政府的保护永久长存。在很多人心，股市上涨，“无形的手”就是上帝；股市下跌，政府就应当成为救世主。

中国期货保证金监控中心农产品期货指数 <small>（2014年5月14日）</small>				
指数名	收盘价	昨日收盘价	涨跌	涨跌幅(%)
农产品期货指数	998.63	989.43	9.20	0.93
油脂指数	701.82	701.84	-0.02	0.00
粮食指数	1481.74	1464.47	17.27	1.18
软商品指数	885.32	868.85	16.47	1.90
饲料指数	1702.04	1682.11	19.93	1.18
油脂油料指数	1063.70	1056.00	7.70	0.73
谷物指数	998.24	999.46	-1.22	-0.12

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所） <small>（2014年5月14日）</small>						
指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	769.87	775.99	768.74	775.90	13.36	772.77
易盛农基指数	1038.04	1053.33	1038.04	1053.33	15.22	1049.83